买方投顾进发

基金投顾“T份额”来了

渐进式改革：从根本上回答买方投顾“钱怎么赚、钱从哪来”

中经记者 罗辑 夏欣 北京报道

日前，随着《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问份额设立工作的通知》（以下简称《通知》）下发，备受业内期待的基金投顾份额正式落地。

受访专家普遍认为，此次改革与公募持续降费政策将形成双轮驱动，从“降费让利”走向“机制重构”，推动行业从“以产品销售和规模扩张为中心”转向“以投资者净回报和账户体验为中心”。在借鉴海外“清洁份额”理念的基础上，进行本土化适配，进而实现平稳过渡。

在此背景下，多位业内专家与机构人士判断，投顾份额的落地将倒逼机构以资产配置能力和客户陪伴能力取胜，引导投资者长期理性持有，助力资本市场向高质量发展迈进。

以增量设计谋渐进式改革

根据《通知》，监管选择了创设独立的投顾份额，而非直接修改现有零售份额费率。这一制度设计背后的底层考量，成为业内关注的首要问题。

上海秩汇科技创始人、董事长兼CEO徐海宁认为，创设独立投顾份额而非修改现有份额，体现了监管“增量改革、存量不动”的渐进式制度改革智慧。

“直接修改A/C类份额费率将触动庞大的存量利益格局，引发渠道强烈反弹和系统性风险；而创设独立投顾份额，相当于为买方投顾开辟了一块‘制度飞地’——新业务用新规则，旧业务平稳过渡。”南开大学金融学教授田利辉表示，这种“不破不立、先立后破”的思路，既为买方投顾提供了制度空间，又避免了存量业务的剧烈震荡。

“A/C类份额背后承载着数万亿存量规模与复杂的渠道利益网络，直接修改费率将引发一系列连锁风险。创设独立份额能够实现对基金投顾业务的精准规制，避免对现有零售份额体系造成全局性冲击。”北京大学光华管理学院院长、博雅特聘教授田轩也强调，在当前A/C类份额之外设立T份额，有着降低冲击的考量。

西南财经大学金融学院、中国金融研究院院长罗荣华从三个层面阐释了创设独立投顾份额的明显优势：能够准确识别投顾账户资产；能够针对投顾业务设置费用和交易安排；能够在保留其他零售场景的同时渐进推进改革。

罗荣华认为，独立份额让监管和机构更容易核验客户维护费、销售服务费和投顾服务费之间的关系。并且，投顾组合涉及产品筛选、调仓授权、交易执行和账户报告，专门份额有助于跟踪组合交易成本、平均持有期限和客户实际结果。未来若建立组合层费用披露和长期评价体系，投顾份额可以提供较清晰的数据基础。

“制度可以先在边界清晰、数据可识别的投顾场景中运行，再观察客户成本、机构行为和行业竞争的变化。独立份额为费用隔离和责任识别提供了更精细的工具。”罗荣华如此表示。

某基金公司高管从实操角度指出，增设投顾份额，一是尾佣直接归零，且由系统在资金流向上物理隔离，比“先收后返”更透明；二是它带有“投顾标识”，之后更好观察投顾业务的真实发展情况。

“单列投顾份额是从份额层面把‘投顾账户保有量’与‘零售销售保有量’拆成两个资金池，让《销售费用管理规定》第十八条‘基金投顾业务形成的基金保有量不得收取客户维护费’，从会计返还动作变成份额级硬约束。”国新证券财富业务相关负责人从政策效应角度分析，这种设计令隔离效应大于普降效应。

同时，该负责人强调，保留零售份额，可实现渐进转轨的缓冲，投顾份额先覆盖增量洁净场景，实现“增量先净、存量渐净”。并且，该设计是锚定“账户制”而非“产品制”，投顾份额依附于投顾账户存在，天然把费用透明化绑定在账户账单上。

降费让利协同驱动

当前，公募行业正在持续推动降费降佣，投顾份额在此时落地，业内普遍认为，其形成了“底层工具降价”与“解决中间服务利益冲突”的双轴协同，共同推动公募基金行业从规模扩张转向投资者回报。

“投顾份额是与整套《销售费用管理规定》协同落地的——全面下调认（申）购费上限；优化赎回费结构，鼓励长期持有；销售服务费设定上限，超一年免收；设定差异化客户维护费比例上限。投顾份额在这样的政策环境中推出，其费率优势不是孤立的，而是与公募基金销售费用新规形成叠加效应，切实降低投资者成本。”某不愿具名基金公司高管告诉《中国经营报》记者。

华泰柏瑞基金副总经理裴晓思则认为，公募基金费率改革分三阶段推进，累计每年为投资者让利约500亿元（其中第三阶段销售费用改革约300亿元），投顾份额正是这一改革序列中针对投顾环节的专门设计。二者共同服务于“以投资者为本”、推动公募基金高质量发展、促进中长期资金入市的整体目标。

“公募费率改革降低管理费、交易佣金和销售费用，投顾份额则进一步处理尾佣与投顾费并存的结构性冲突。两方协同作用下，政策从降低显性费率转向降低投资者综合持有成本；从规范单项收费转向重构基金管理、销售和投顾三者的收入边界；从规模导向转向投资者回报导向。”徐海宁如此强调。

“公募降费政策解决的是‘费用过高’的问题；投顾份额改革解决的是‘利益错位’的问题。前者降低投资者的显性成本，后者消除机构的隐性利益冲突。”田利辉表示，两者叠加的深层逻辑是让基金投资从“卖产品赚钱”回归“为客户创造价值”，从制度上确立“投资者利益优先”的行业底线。政策的整体导向可概括为“还利于民、回归本源”。

北京师范大学经济与工商管理学院副院长胡聪慧也有此判断：“公募基金降费和投顾份额改革两者共同指向的，是推动公募基金行业从‘以产品销售和规模扩张为中心’，转向‘以投资者净回报和账户体验为中心’。”

胡聪慧从三个维度展开分析：其一，两项改革协同推进有助于降低投资者综合成本，投顾份额进一步减少尾随佣金、重复收费和调仓摩擦，使投资者承担的成本更加透明；其二，将重塑行业利益分配与激励机制，投顾份额落地后，基金管理、产品销售和投顾服务的收入边界将更加清晰；其三，推动行业竞争从渠道竞争、规模竞争转向专业能力竞争。

从政策的影响来看，罗荣华认为，公募持续降费直接改善长期持有成本，年度费率的细小差异会通过复利逐步积累。而投顾份额解决的是买方转型激励基础仍不充分的问题。

“投顾份额落地后，可使投顾机构更有动力依据风险收益特征和客户适配性筛选产品。因此，两项改革叠加，将推动行业评价指标和竞争规则变化。”罗荣华同时提醒，需要防止简单粗暴地将当前的协同改革简化为价格竞争，过度压低服务价格可能削弱长期投入。

“首先，政策的协同将直接压降投资者综合持有成本，两层减负叠加持续缩减费用对基金净值的侵蚀。”鹏扬基金总经理助理易文强从实操出发如是表示。



T类份额从制度根源上物理切断了渠道尾佣的利益绑定，让产品与服务的费用分离，让投资者真正看清“两本账”。 视觉中国/图

其次，易文强强调，拆分费用、全流程透明化，投资者可清晰区分资产运作花销与理财服务酬劳，告别隐性扣费乱象；取消佣金利益捆绑，投顾机构收入只能依托客户付费的投顾服务存续，彻底扭转“重销售、轻投研、轻回报”旧模式。

此外，易文强认为，降费降佣与投顾份额的协同推进，将引导长期投资，约束投顾高频调仓赚取费用的冲动，纠正投资者“追涨杀跌”的短期投机习惯，并推动行业整体由规模导向转向投资者回报导向。

国新证券财富业务相关负责人表示：“两项政策不是平行降费，而是‘底层工具降价’与‘中间服务去冲突’的双轴协同。整体导向可概括为三句话：降低综合持有成本、收入激励从‘产品规模’切换到‘账户增值’、让‘金融为民’成为可执行的份额。”

“两项政策导向是一致的，就是降低投资者综合成本，推动行业转向服务能力驱动，改善‘基金赚钱、基民不赚钱’的情况。这两项政策协同落地后，行业盈利模式会发生变化。未来，凭借长期业绩、客户留存、资产配置能力与服务质量构筑竞争优势的机构，将更具发展优势。”招商证券基金投顾团队如此分析。

“费用分离”理念本土化落地

自基金投顾开启试点，投顾份额的落地便备受业界期待，其中不少业内专家将其与海外“清洁份额”进行比对参考。如今改革落地，专业人士认为，国内投顾份额是在借鉴海外“清洁份额”“费用分离”核心理念的基础上，结合国内行业现状做了重要的本土化适配，体现“清费用”与“提门槛”的双重制度目标。

“海外‘清洁份额’侧重于基金份额层面的费用清洁化，而国内投顾份额的设计与投顾业务牌照管理制度深度绑定——只有持牌投顾机构才能使用投顾份额，从而将‘份额清洁’与‘机构资质’挂钩。”田利辉表示，这种设计的制度优势在于不仅解决了费用问题，还通过持牌管理确保了投顾服务的专业门槛，实现了“清费用”与“提门槛”的双重目标。

胡聪慧梳理认为，首先，投顾份额是面向投顾业务的专门份额安排，在原有份额体系之外设置带有明确投顾标识的专门份额，原则上供投顾账户配置使用。其次，不是取消全部基金费用，而是精准剥离销售激励，投顾份额仍保留基金管理、托管和必要运营费用，但剔除申购费以及嵌入管理费中的客户维护费；投顾机构的服务费则由投资者单独支付、单独披露。此外，将费用分离与最优执行、信息披露相结合，要求投顾机构坚持投资者利益优先和最优价格执行。

罗荣华也指出，国内投顾份额吸收海外“费用分离”和减少佣金偏向的原则，同时适应我国渠道结构、牌照体系、客户付费习惯和基金登记体系。其场景识别更准确、存量过渡更平稳，以及收费、服务和责任可以在同一账户框架下衔接。

除了依托基金投顾牌照和管理型账户，对投顾业务保有量进行监管识别，以及与现有A/C/Y等份额并行，降低存量系统切换成本。徐海宁特别强调，国内推出的投顾份额将“不得收取客户维护费”与最优价格执行、适当性、组合管理和信息披露结合，适应银行、券商、基金销售公司、公募直销等多层渠道并存的格局。不仅能够精准隔离投顾场景的尾佣，而且保留零售销售体系的连续性，并为统一对账、监管监测和客户费用展示提供数据基础。

易方达财富副董事长、首席投资官安伟从实操角度表示：“结合国内现状，制度设计中考虑了多方因素：T类份额的管理费原则上按照原基金管理费的60%收取；投顾业务使用投顾份额，传统代销渠道维持销售原有份额；投顾新策略须配置投顾份额，存量策略逐步切换但不得增加投资者成本，兼顾改革方向与行业实际承受力。”

安伟将这一设计的制度优势概括为利益一致和费用透明两点：一方面，投顾份额不收客户维护费、不收申购费，投顾机构收入纯粹来自投顾服务费，从制度根源消除双重收费的利益冲突；另一方面，投顾份额管理费折扣后清晰透明，投顾服务费单独列示。投资者可以直观看到“产品花多少、服务花多少”。

投顾份额或重塑市场生态

从推动行业从卖方代销转向买方投顾、改善“基金赚钱、基民不赚钱”、引导投资者长期理性持有三个维度，投顾份额这套顶层制度设计如何重塑机构盈利逻辑、校正市场短期化投资行为，从而改善过去的痛点堵点？这是投顾份额改革最受关注的实践命题。

“当投顾不能再从基金公司获取尾随佣金时，其收入将纯粹来自客户支付的投顾服务费——这意味着投顾只有真正为客户创造价值、让客户愿意持续付费，才能生存发展。”田利辉认为，投顾份额通过“切断佣金捷径”重塑了机构的盈利逻辑，这一转变将催生“客户因获得服务而付费、机构因创造价值而成长”的正向循环。

田利辉强调，在盈利模式重塑的驱动下，机构将从鼓励短期交易转向引导长期持有，从追求规模扩张转向追求客户体验——这正是校正市场短期化投资行为的制度性力量。

罗荣华则将投顾份额的作用概括为一条传导链：收费隔离改变机构收入，收入变化影响产品筛选和内部考核，服务方式变化进一步影响投资者的申赎和持有行为。这三个维度相互连接，制度效果需要经过机构服务传导到客户账户。

在此影响下，罗荣华表示，在买方转型方面，机构选择底层产品时更有条件关注风险收益特征、基金经理能力、风格稳定性和客户适配性；在改善投资者实际收益方面，投顾将单只基金放入资产配置框架，市场上涨时降低过度集中的可能性，市场回撤时解释风险来源和修复路径，高位集中申购、低位恐慌赎回的概率因此有望下降；在长期持有方面，收费和考核周期需要同步拉长，客户留存、平均持有期限、资金加权收益应获得更高权重。

“当交易佣金、尾佣这些‘捷径’被切断，机构必须靠真正的资产配置能力取胜，并追求‘投’和‘顾’的质量同时提升。不能只是用客户安抚、理念灌输的‘顾’来掩饰投资能力的欠缺。”前述基金公司高管强调，投顾份额的设计从根本上回答了“买方投顾怎么赚钱、钱从哪来”这个核心问题——钱只能从客户的投顾服务费中来，且必须与客户资产长期增值绑定。

从机构、投资者、市场三个层面来看，徐海宁分析认为：“对机构而言，收入将从‘卖出一只基金、获得一次性或持续尾佣’转向‘管理一个账户、持续提供配置和陪伴服务’。投顾若主要按账户资产规模收费，其收益更依赖客户长期留存，而不是交易频率；对投资者而言，费用透明度提高后，可以更直接比较‘服务费是否换来了更好的风险控制、持有体验和实际收益’；对市场而言，基于目标的配置、定投、再平衡和逆向服务有助于减少追涨杀跌。”

不过，徐海宁同时提醒：“制度只有与考核改革、服务评价、适当性和信息披露共同实施，才能避免‘尾佣清零但服务费形式化’的新问题。”

裴晓思就投顾份额的实践效应分析强调，其将重塑机构盈利逻辑、校正短期化行为、努力改善“基金赚钱、基民不赚钱”。

“投顾份额落地叠加新规对销售考核的约束，全链条的短期化激励有望被系统性地拆除。同时，成本下降（份额费率优惠+尾佣归零）、行为纠偏（有望减少追涨杀跌与赎旧买新）、陪伴增强（机构或靠服务留存客户），三者合力使投资者更容易‘拿得住、赚得到’，获得感有望提升。”裴晓思如是说。

对于投顾机构而言，盈米基金相关人士认为，在产品端费率红利被拉平后，未来投顾机构的竞争将全面回归服务能力本身。

“短期来看，费率改革后的透明化对机构的成本管控和服务价值创造能力提出了更高要求，这在收入端会有一定承压。长期来看，投顾业务的收入结构将更加纯粹，以持续的投顾服务费为主，收入增长不再依赖交易规模和换手率，而是取决于客户资产的长期留存、复投率和客户的持有体验。这将从商业模式上引导机构把资源投向提升投顾服务质量、改善客户持有体验和账户收益，而不是卖方驱动的交易。”盈米基金上述人士如此表示。

创金合信基金副总经理黄越岷从投资者角度出发，概括投顾份额可能带来的转变。

“实际上，基民投资收益最大的侵蚀不是管理费、不是销售服务费，而是自己的行为——追涨杀跌、恐慌赎回、拿不住。这些行为偏差造成的损失远大于费率。投顾份额改革让投顾从‘推荐产品’升级为‘管客户决策路径’。”黄越岷认为，这才是校正短期化投资行为的关键——不是用费率惩罚短期，而是用专业服务让长期持有变成一个可以执行的选择。

国新证券财富业务负责人对比旧有模式和买方模式指出：“旧模式下三方都赚‘产品钱’，新模式下投顾份额把尾佣归零，‘收入锚’改写，买方立场第一次有商业可持续性。”

“如果机构收入更多来自客户长期留存，机构就更有动力帮助客户做好风险匹配、长期持有和逆周期陪伴。”上述负责人援引晨星数据表示，晨星测算海外“清洁份额”过渡后投资者年节省约0.5%费用、额外获益约0.2%，国内叠加公募降费弹性更大。